

投资评级：不适用

收盘价（元）	36.70
目标价（元）	不适用
上次目标价（元）	不适用

明家科技（300242.SZ，未评级）之 云时空调研纪要

——行业利润率趋于稳定

陈铮娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988-234
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

核心观点

◆ **事件：**我们于10月28日在深圳拜访了云时空的总经理陈忠伟先生，就公司的商业模式、竞争格局、近期业务进展以及与明家科技其他公司的整合情况进行了解。

◆ 核心要点

- (1) 广告联盟行业的利润率已经趋稳；上游互联网企业合并趋势下，广告投放竞争有所缓和。
- (2) 一级市场做得比较好的、具规模的标的的基本已被并购。
- (3) 与明家科技控股的另外两家公司——微赢互动和金源互动的整合已经开始。

◆ Q&A 环节

- (1) **公司历史：**云时空组建于2011年，有三个股东，都是移动互联网资深从业者。陈忠伟先生是中国 Free Wap 第一批个人站长，一直从事移动端领域的工作，跟随中国移动广告联盟的兴起而一同成长。陈忠伟先生之前在北京，2010年来到深圳，2011年创建云时空时正好赶上移动互联网 Android 系统大爆发，2012-2014年，每年都是2-3倍的增长，2014年上半年与明家科技的合作是第一次外部融资。
- (2) **大致介绍一下公司业务：**分为三块，1. 宝传媒，是移动广告平台，相当于广告联盟；2. 云平台，广告展示插件；3. 蘑菇市场，是安卓的移动应用商店，对工具类 APP 和移动游戏进行推广。

川财证券研究所

成都：
交子大道177号中海国际B座17楼，
610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

- (3) **上游广告主的结构**：公司的主要客户都是互联网行业客户，如百度（BIDU.US）、360 和腾讯（0700.HK）等，最近开始介入传统领域，但占比不大。2014 年前五大客户收入占比为 43.9%，第一和第二分别为 360 和腾讯；2015 年前五大客户收入占比 44.6%，第一是百度、第二是 360、第三是当当网（DANG.N），第四是腾讯。今年和腾讯有新的合作，后续腾讯占比会提升。公司是 360 公司 PC 布局移动端第一批合作伙伴，2012 年就开始合作，在 360 手机助手最开始推广的时候，公司一家贡献就占深圳市场的大部分份额。
- (4) **下游媒体的结构**：云时空定位于移动广告联盟，下游媒体资源主要包括：中小规模的广告平台、个人开发者、部分大媒体广告位，垂直的超级 APP，也包括 BAT 等大型互联网媒体。
- (5) **盈利模式——以移动应用分发为主**：譬如，从上游广告主接的产品 CPA 是 2.0 元，下游购买媒体资源的价格 CPA 可能是 1.7-1.8 元。由于多年客户关系的积累、规模优势，以及广告主有阶梯价格政策，譬如，一天推 5,000 个量单价 1.0 元，推 8,000 个单价 1.2 元，把中小客户分散的量集中到一起，可以拿到更高的价格。存在规模优势（来自于阶梯定价）和客户关系累计是中介存在的理由。
- (6) **DSP 和 DMP 等技术变革对公司影响**：明家科技的另外一家子公司微赢互动正在做这一块的业务，公司内部会有资源整合，目前业务已有交集。云时空的定位是整合资源的广告联盟。认为移动互联网还是新兴事物，产业还没有成熟，机会还很多。
- (7) **长远来看 SSP 的壁垒是否不高**：目前来看，移动广告发展到现阶段，中小媒体、移动开发者、SDK 用户一直都存在。就像移动端发展这么迅猛，PC 端的主流网站也还是在的。公司数据来看，没有出现市场萎缩。
- (8) **公司的结算机制**：与广告主和媒体的结算都是 CPA，账期基本都是一个月，一般是上游结算之后，下游才能结算，合作比较长久的下游，结算周期可以适当缩短。与广告主的结算，需要广告主根据事先谈好的相关判定标准进行确认。判定标准在上游发给公司后，推广发出前，要先发给渠道。这种结算机制存在占款的现象，但占比不大。对于一些大型媒体的广告位，如魅族应用商店、百度和凤凰网等，会要求预付广告位费用。公司买断、预付广告位的占比较灵活。

- (9) 上游广告主直客约占 70%，4A 公司比较少；下游以媒体对接为主，部分是渠道分发端与媒体对接。
- (10) 广告分发存在一定的人力依赖：广告分发会有一些的人员依赖，一般合作 2、3 年后就比较稳定，维护成本明显下降。公司有专门面对媒体的部门，叫媒介部门，有个股东专门负责这块业务，下设媒介总监，再设媒介小组，下属若干业务员。相关广告投放需求过来之后，由媒介总监分配资源，由哪个媒介小组去推广，划分之后，每个媒介经理根据客户属性，再做判断。目前媒介团队有 20 多位成员，负责上百个中介渠道。小部分优质媒体需要人员重点维护，媒介组的渠道中间可能存在重叠。媒体数量与业务量没有必然的联系。
- (11) 广告投放全流程，存在一定的人力依赖：广告主有投放计划后，有两种形式，一种直接找到负责全案的 4A 公司；另外一种直接找广告平台，比如 360 手机助手，由于品牌知名度足够，需要的是效果广告。首先是广告主制定推广框架目标，比如 2016 年 1 季度需要 3,000 万的用户，设定推广预算规模，找到广告联盟之后，再制定相关的推广有效数据的判定标准，如用户的访问粘度、访问深度以及其他相关限制标准，再敲定推广价格，签合同之后开始推广。产品给到公司后，公司会找合适的下游媒体，沟通好结算单价以及判定标准，之后再分发给匹配的下流媒体。再根据上游广告主的结算数据，给下游出具有效地对账数据，进行结算。
- (12) 公司对接广告主的人力配置及拓展方式：目前约 10 个人，公司总共有 1,400 个广告主。广告主的拓展方式，以公司主动寻找广告主为主，也有主动找上门来的。通过在广告媒体、站长咨询站、QQ 群和微信群打广告来拓展广告主。
- (13) 目前一级市场标的并购状况：国内做的比较大的，基本上都在 2013-14 年被并购了。如指点传媒(2014 年 8 月被电广传媒(000917.SZ, 未评级)并购)，多盟(2015 年 6 月被蓝色光标(300058.SZ, 未评级))和力美科技(2015 年 5 月宣布解除 VIE，获得了 IDG 和 KPCB 的风险投资，计划 2016 年创业板上市)。
- (14) 广告投放单价走势趋于稳定：最开始的时候自由度很高，最乱的是 2011-2012 年，当时有华强北的刷机，行业判定标准也比较单一(譬如产品只要联网刷机一次就算)，后来广告主出了很多标准，判定标准越来越深，从 2012 年下半年开始，价格体系基本稳定。

- (15) **上游互联网的合并，广告投放竞争有所缓和：**一般而言，行业内的广告联盟体系中，如果广告主在争抢客户，打价格战的时候，付出的价格比较有吸引力，目前上游互联网有合并趋势，竞争有所缓和，优惠是在变少的。
- (16) 广告联盟系统没有向单独客户开放，目前 B2C 在技术上还不成熟。
- (17) **目前广告主广告预算增速与年初一致：**目前广告主广告预算增速与年初一致。客户的广告预算没有收紧。
- (18) **广告位的差价的趋势：**随公司规模的增长，朝着对公司有利的方向发展。
- (19) **上下游的合作中，与上游广告主的关系维护是更重要的：**我们提供给上游广告主的价值在整合，产品推广见效快，公司在业内有一定口碑，目前已经合作比较长久，建立了信任。
- (20) **下游媒体选择合作平台标准：**主要有三点，1. 业内口碑，不拖账款；2. 广告资源；3. 价格，一般的主流广告主，价格基本上一致，如果实行梯度，就有差别，目前大部分都实行梯度价格，对我们比较有利。
- (21) **强势媒体会接入广告联盟吗：**公司流量是长尾流量为主，超级 APP 也有合作，比如去买断。
- (22) **与微赢互动和金源互动的整合已经开始。**

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于5%；

标配：介于-5%到5%；

低配：低于-5%

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司